

# 2018年产业和实体特征更加鲜明 并购重组助力沪市公司实现高质量发展

□本报记者 周松林

据上交所统计,2018年沪市并购重组市场总体保持稳定,全年共进行并购交易1226家次,交易总金额1.2万亿元,较上一年度分别增长42%和31%。重大资产重组方面,共有131家公司启动重组,与上一年度基本持平,共披露117单方案,同比增长18%,活跃度有所提升,涉及交易金额近4000亿元,接近上一年度水平。

上交所表示,2018年,我国经济在总体平稳、稳中有进的背景下,也面临下行压力,部分上市公司出现了阶段性的困难,结构调整、转型升级的任务较以往更为迫切,需要更好地发挥资本市场服务实体经济的作用。并购重组作为资本市场优化资源配置的重要方式,在助力上市公司加速转型升级、抵御风险挑战、实现高质量发展等方面,发挥着重要作用。

## 产业类和实体类并购成主流

据上交所分析,2018年沪市公司并购重组呈现出一些良好态势和特征。首先是产业类和实体类并购的主流特征更加鲜明。2018年,以“同行业、上下游”整合为目标的产业并购数量已占全部交易的70%以上,产业逻辑已成市场的主流和共识,并购重组支持服务实体经济的作用进一步发挥。其中,标的资产属于生物医药、高端设备制造、电子信息技术等战略新兴产业的企业数量和交易金额,占比均超过七成。

其次是海外并购瞄准科技创新和产业升级

级。2018年,沪市公司进行海外并购共63家次,交易总金额约1500亿元。并购重组为中国企业“走出去”架起了一座资本桥梁。重大资产重组方面,万华化学、曲美家居、继峰股份等9家公司在今年实施重大海外并购,交易金额约1000亿元。随着“一带一路”倡议越走越宽,中国企业的海外并购也逐步实现了从粗放型扩张向集约型发展转变,新兴产业与高端技术更受青睐。例如,万华化学收购匈牙利BC化学,超越巴斯夫成为全球第一大MDI生产商,行业地位和市场竞争力显著增强。

第三是市场化要约收购出现积极变化。2018年,沪市共发生9单市场化主动要约收购,频率远高于以往年均1单的水平,活跃度与市场化程度提升明显。与二级市场增持相比,要约收购的资金成本确定,时间成本可控,可以有效缩短决策链条,提升实施效率;与协议转让相比,要约收购能够保障中小股东享有平等退出权,较好平衡收购方与中小投资者的利益。可以说,今年的要约收购案例反映了市场化发展趋势,控制权市场逐渐理性成熟,有利于价值发现和提升公司质量。

此外,经过前期对“忽悠式”“跟风式”“三高类”重组等乱象的整治,市场环境逐步规范,估值体系回归理性,投资者对于重组概念更加理性,股价反应总体平稳。

从不同所有制企业的情况看,2018年,沪市民营企业共进行并购重组690家次,交易总金额5328亿元,增长40%;重大资产重组方

面,共披露80单方案,占比约68%,涉及交易金额1804亿元,占比约47%。民营企业利用并购重组促进自身发展的同时,正在深刻地改变着并购重组市场的生态结构。在经济增长趋缓、行业周期下行、大股东股票质押等风险叠加下,部分民营企业遭遇困难。并购重组作为优化资本结构的有效措施,在防范化解风险中发挥了重要作用。

另一方面,并购重组有效服务于供给侧结构性改革与国企改革。2018年,沪市国有企业共进行并购536家次,交易总金额6757亿元,增长25%;重大资产重组方面,共披露37单方案,占比约32%,涉及交易金额2029亿元,占比约53%。沪市国有企业通过并购重组化解过剩产能,整合优势产能,机制创新与技术升级同向发力,实现改革乘数效应最大化。

## 并购重组助力化解股权质押风险

近年来,证监会始终坚持深化并购重组市场化改革,通过大幅取消和简化行政许可,目前90%以上的并购重组交易已无需证监会核准。2018年,为适应经济发展新阶段特征,证监会继续深化“放管服”改革,在并购重组领域集中推出了一系列“提效率、降成本”的政策举措,进一步激发了市场活力。上交所发挥贴近市场的优势,结合企业具体情况,坚持监管与服务并重,在政策咨询、方案调整、培训指导、技术保障等方面提供一揽子服务,助推这些重要政策落地。

一是优化募集配套资金制度。提升募集资金上限,充分满足上市公司在培育新动能中的资金需求。沪市公司全年重组配募金额共577亿元,有效补充了营运资金。放宽配募配套资金用途,允许补充流动资金与偿还债务。

二是丰富并购重组支付工具。创新推出定向可转债,为交易双方提供更为灵活的利益博弈工具。赛腾股份推出市场首单以定向可转债作为支付工具的重组方案,交易博弈更为充分,同时缓解现金支付压力及大股东股权稀释风险;中国动力在资产收购和配套募资两个环节引入定向可转债,在实现降杠杆的同时,解除“军转民”资本约束。

三是简化预案披露要求。通过修订准则,对重组预案信息披露要求进行简化,落实股票停牌制度改革。比如,中金黄金进入停牌至披露预案仅10个交易日,较为彻底解决了此前困扰重组的长期停牌问题。

而在化解股权质押风险的过程中,上交所立足于信息披露和风险释放,稳妥审慎地开展处置工作。其中,并购重组作为处置风险的重要选项之一,也发挥了积极作用。其形式包括转让部分股权,引入战略投资者、转让控制权、化解资金危机、签署合作协议,实施资源整合等。此外,还有部分公司及股东通过处置资产等方式主动瘦身回笼资金,提前偿还债务,避免风险积聚。据统计,目前已约有20家公司通过上述方式化解股权质押风险,沪市的股权质押风险化解已取得一定成效。

## 中证指数公司获 中国最佳ETF指数供应商奖

据中证指数公司消息,亚洲权威杂志《亚洲资产管理》(Asia Asset Management)2019亚洲地区资产管理行业大奖评选结果日前揭晓,中证指数公司荣膺年度“中国最佳ETF指数供应商”奖。

《亚洲资产管理》杂志是亚太区创刊最早的资管专业期刊,在亚太地区金融领域具有较高的知名度和认可度。年度“最佳ETF指数供应商”评选标准不仅包括机构在行业内的地位、市场占有率、产品应用情况及国际化水平等评价指标,同时涉及机构的创新实践和对资管行业的贡献度等指标。(周松林)

## 易会满 新角色新征程

(上接A01版)正如他在此前接受中国证券报记者采访时所反复强调的,工商银行是一家追求稳健、理性的银行。“我们追求的是跑马拉松,是基业长青,是百年老店。”

稳健,是诸多金融业内人士对易会满的评价。从家乡浙江到江苏、北京,长期从事基层金融工作的经历,练就了易会满稳健、注重实效的个性。

在上述《学习时报》署名文章中,易会满说,处理复杂矛盾和棘手问题时,工作方法十分重要。方法对头,事半功倍;方法失当,事倍功半。在运用科学的工作方法方面,他提到,统筹兼顾、求真务实、精准施策、协作联动、以人为本。

在求真务实方面,易会满强调,当前要突出解决好的就是“中梗阻”和“最后一公里”的问题。好的战略是执行出来的,而不是总结出来的。

## 积极拥抱创新

对资本市场,易会满并不陌生。2006年A+H上市以来,工行在公司治理、股东回报、风险管理等多方面均有优良记录。易会满不仅在各种场合与机构投资者切磋过,也曾“和分析师谈一谈银行业如何估值”。

而在转型创新、科技创新、结构调整等方面,“大体量”的工行不仅没有故步自封,反而是大胆求变,走在行业的前头。

2015年,工行发布e-ICBC品牌,成为国内第一家发布互联网金融品牌的商业银行。时任工行行长的易会满,全程脱稿讲解工行的互联网金融战略,积极推动工行拥抱互联网。

对于实体经济和金融之间的关系,易会满此前曾对中国证券报记者表示,实体经济和金融不是此消彼长的关系,而是共生共荣。支持实体经济是银行的天职,银行若脱离了实体经济,将会是无源之水。

特别是在此轮民企纾困过程中,工行起到了“排头兵”的作用。2018年10月,工行率先与多家民营骨干企业签署“总对总”合作协议。此后不到一个月的时间,通过多种渠道为民营企业提供了近百亿的融资支持;首批创投民企信用风险缓释工具,成功帮助三家民营企业完成共计15亿元的债券发行。

不仅如此,易会满亲力亲为,组织大量人员,开展较大范围的民营企业调查研究,把改进民营企业、小微企业的金融服务作为工行进一步落实“六稳”的突破口。

资本市场也是服务实体经济的主战场,踏上新征程的易会满将持续关注上市公司治理水平的提高、资本市场服务实体经济能力的增强。

## 春节前后 股债汇市谁更有看头

(上接A01版)有6年出现下行(对应债券市价上涨);春节后5个交易日,10年期国债收益率在6年里出现上行,4年出现下行。不过,债市行情也不是完全无规律可循,大致有两点:一是春节前,债市表现通常不会脱离既有运行趋势。比如,2015年债券处于牛市,春节期间5日在涨;2017年债券处于熊市,春节期间5日在跌。二是春节前后,债市波动总体不大。较为可信的一种解释是,债券市场以机构投资者为主,春节附近机构参与度下降,限制了行情波动,也很难走出反转行情。

## 股市可能最有戏

当前A股“春季攻势”呼声无疑最高,不光有历史规律可依,更有现实条件支撑。

国信证券报告称,从春季行情的催化剂来看,主要有几类:一是充裕的流动性;二是经济数据“空窗期”使得市场预期较为分散,经济上行的逻辑尚未证伪;三是重要会议前期的政策期待。当前,无风险利率下行、经济数据短期内空白,“春季躁动”行情值得期待。

广发证券策略团队称,本轮A股“春季躁动”行情主要由三因素驱动:一是全球流动性紧缩节奏放缓;二是信用扩张预期改善;三是短端利率较前期下一台阶。目前,前两项因素均在延续,第三点实现的可能性增大,A股“春季躁动”行情将继续演绎。

业内人士指出,不同机构给出的理由可能有异,但结论趋同,核心逻辑一致,即多因素提升风险偏好。从外部来看,美国经济不弱,但边际走弱的预期造就了美联储放缓加息的舆论,贸易环境也出现一些转暖兆征,两者共同缓解市场对外部环境继续恶化的担忧。从内部来看,虽然经济数据延续下行,但政策对冲力度加大,尤其是宽松多措并举,融资拐点可能提前出现,经济增长预期有望“触底回升”。再考虑到央行系列操作打消了资金面的后顾之忧,股市延续“春节躁动”面临有利条件。

外汇市场方面,季节性购汇规律仍在,但美元走势成为短期最大变量。从各方分析来看,当前美元面临政治风险加大、政策不确定性上升等因素,汇价波动加大且短期有下行迹象。如果美元继续走弱,春节前人民币贬值的惯例或被打破,投资外汇未必是合适的选择。

开年以来,利率债市场陷入看多不做多的怪圈,但信用债表现不俗,本质上是风险偏好上升的体现。考虑到春节前后债市交投转淡,恐难有大行情。机构分析,需关注短期风险偏好修复的影响。虽然债牛下半场波动难免,但趋势尚未扭转,可以多抓结构性、波段性机会。

# “资产荒”下提升风险偏好 部分外资增配高收益信用债

□本报记者 吴娟娟 许晓

平安银行近日可转债认购倍数高达1400倍,折射出资金充裕情况下高安全性资产相对稀缺的局面。平安银行可转债并非孤例,近期多只地方政府债也受到资金追捧,机构人士因此感叹“资产荒”滚滚而来。不过,在资金推涌向少数资产的同时,中国证券报记者了解到近期部分外资机构正在提升风险偏好,增配高收益信用债。

## 新一轮资产荒到来

一般认为,资产荒是指金融系统中大量资金找不到合适的投资品,配置高度集中的现象。近期,债券投资者对资产荒深有体会。

平安银行近日透露发行了总额达260亿元的可转债,其中约80亿元为网下发行。网下发行部分有效申购4363个,申购总额突破10.75万亿元,有效申购倍数高达1400倍。

一位私募机构投资者表示,平安银行的可转债安全性高,股价也有基本面支撑,在市场

资金流动性充裕的背景下,引起投资者追捧。2019年以来,央行多重宽松措施并举,市场资金面充裕。除平安银行可转债外,部分地方政府债也炙手可热。1月25日招标的河北地方政府债获53倍认购,近期发行的6单河南省地方政府债,认购倍数在40~49倍之间。

“现在出现了新一轮资产荒。”上述私募机构投资者感慨。2018年债券市场违约事件频出,很多机构不敢再投中低评级的债券,倾向于选择高评级债券。

违约风险持续暴露,机构风险偏好降低,资金都涌向了高评级债券。例如,AAA评级的SCP(超级短期融资券)收益大幅下行,目前部分个券收益率在3%以下。业内人士表示,与安全性高的资产被哄抢相对比,高风险资产乏人问津,流动性变差。由此,风险提升更乏人问津,形成恶性循环。

## 部分外资提升风险偏好

在中国债券市场,很多外资机构在相当长一段时间内仅投资利率债,不过这种“高度谨慎”

的作风近期发生变化。2019年开年,中国证券报记者发现部分外资的风险偏好提升,在资产荒的大背景下,显得颇为特殊。

瑞银亚太区固定收益投资主管Hayden Briscoe表示,中国的高收益债是2019年亚太债券市场的亮点,2019年以来,海外投资者对中国高收益债的兴趣迅速攀升。“我们在砍仓美国、欧洲市场的高收益债,加仓中国的高收益债。” Hayden Briscoe说。

富达国际中国区债券投资主管黄嘉诚也表示,目前富达国际看好中国债券市场的高收益债,部分个券的“性价比”很高。从中长期看好中国市场最根本的原因是看到了政府金融开放的决心。最新外商投资准入名单的开放超预期,这给外资吃了定心丸。近期政府持续发力为民企纾困,也令外资感到中国市场风险可控。

## 破局资产荒外资影响有限

机构预计,2019年外资将持续流入中国债市,外资的风险偏好对中国债券市场的影响

会提升。机构人士认为,外资入场增加了市场主体的多元性,有助于市场流动性提升。但就资产荒破局而言,不宜对外资期望过高。

弘毅远方首席经济学家杜彬表示,外资买入中等评级债券较内资机构更早,这反映了他们对未来经济的乐观预期。此时买入中高风险债券意味着他们认为接下来经济大概率企稳。而决定资产荒能不能破局,最关键的因素是经济走势及机构对经济走势的预期。经济向好,同时机构预期经济向好,资产荒就会破局。杜彬表示,随着货币持续变宽松、稳增长效果逐步显现,信用债的利差收窄,机构会逐步下沉到评级更低的债券品种。

诺亚控股首席研究员夏春表示,就资产荒破局而言不应夸大外资的作用。首先,此轮资产荒是全球性的,欧美等成熟市场也出现资产荒,美股包括科技股在内的诸多板块泡沫破灭后合意资产稀缺。经济下行过程中,投资者风险偏好降低。其次,外资持有中国债券目前还较少,对整个市场的影响有限,其风险偏好难以在市场形成显著的跟随效应。

# 黄金配置价值凸显

□华安基金 彭伟烈

国际货币基金组织IMF近日发布了《全球经济展望》,以“全球扩张趋弱”为题,并下调了2019、2020年全球经济增速预期0.2和0.1个百分点至3.5%和3.6%。这是继10月份IMF首次下调全球经济增速预期后的再度下调。

从宏观角度看,2018年全球经济增长进入了“宽财政,紧货币”的阶段,经济增长动能显现了诸多增长匮乏的信号,金融风险频发对资本市场投资不利。展望2019年,美联储加息节奏可能出现放缓,美国金融体系不稳定抬升,经济复苏周期拐点风险等因素决定了2019年将成为黄金投资的大年,黄金作为重要的资产配置工具,正在展现其对冲经济增长风险和股票市场风险的优势。

2016至2018三年期间,黄金ETF相对沪深300指数、中证500指数、中证1000指数等收益情况较好。黄金能够在最近三年取得这样的成绩,与经济周期潜在下行压力与全球货币信

用体系的不稳定有关。黄金的根本属性为信用对冲,具体表现为黄金价格与实体信用和货币信用负相关。实体信用体现为实体经济运行体系的稳定性,货币信用反映了信用货币体系的稳定性。实际上美国的经济增长格局与货币体系稳定性驱动了国际黄金中长期价格趋势,风险偏好则决定黄金价格的短期波动。而我们认为,实体信用对冲属性将成为下一阶段的主导因素。

根据“美林时钟”理论,在经济基本面的复苏和繁荣期,经济增长带来的机会成本和利息损失削弱黄金持有收益,实体经济的繁荣也支撑货币升值,因此在经济强劲时期金价一般受到抑制。经济增长从繁荣步入衰退期时,随着实体经济动力的消退,黄金资产的相对收益将逐步显现。这个阶段经济动能下降,经济体系不稳定造成实体信用风险的累积,以实体信用收益为信用基础的资产价格将回落,黄金价格对冲实体信用风险,这个阶段超额收益较大。由衰退进入萧条过程,经济增长的衰竭驱动央行货币政策放松,经济体系与信用货

币体系最为脆弱,黄金往往在这个阶段具有正收益。

根据当前全球经济体和金融体系运行情况的跟踪,目前正从繁荣步入衰退的阶段。全球经济仍在进一步扩张,不过一些经济体在2018年第三季度的增长已经弱于预期。数据显示第四季度全球经济增长势头进一步减弱:全球主要国家PMI正在下滑,特别是美国12月份采购经理人指数(特别是新订单指数)断崖式下跌;发达国家工业生产特别是资本品的生产已经减速;全球贸易增长率下降到了2017年平均水平,因为提高关税导致的抢出口现象已经消退;12月美国房屋销售大幅下降,澳大利亚房价也已经出现长达一年的回落,以上种种现象显示当前全球经济前景将逐步显现。这个阶段经济动能下降,经济体系不稳定造成实体信用风险的累积,以实体信用收益为信用基础的资产价格将回落,黄金价格对冲实体信用风险,这个阶段超额收益较大。由衰退进入萧条过程,经济增长的衰竭驱动央行货币政策放松,经济体系与信用货

币体系最为脆弱,黄金往往在这个阶段具有正收益。

往前看,全球经济前景面临的不确定性主要来自国际贸易环境的不确定性和金融市场情绪的演变。金融状况已自去年秋季开始收紧,

随着实体信用风险的累积,实体信用收益将会上升具有持续性。目前来看,黄金中长期配置价值凸显。除可供购买的实物黄金和各类“纸黄金”之外,可直接在场内进行配置的黄金ETF亦不失为一种便利的选择。

# 影子银行收缩幅度料放缓

(上接A01版)徐晶指出,影子银行已成为中国金融体系的重要组成部分。在影子银行扩张时期,中小银行与影子银行体系之间的相互关联性是显著上升的。这就涉及到中小银行和非银机构之间多层次信贷或投资嵌套,导致此类业务信贷风险透明度很差,成为潜在信用风险来源,加大了市场参与者观测和监管者穿透监管的难度,最终带来资金空转、信贷链条拉长、推升实体经济杠杆水平等一系列问题。

徐晶说:“对于影子银行体系内监管套利活动,亟待有关部门建立完善统一的监管协调机制,进一步规范与影子银行相关的同业业务、通道业务、表外业务等,尽快提高其透明度,并严控这部分资金的流向,严禁流向信用实力较薄弱的借款人。”

徐晶预计,2019年在防控影子银行活动方面,监管部门可能采取渐进式策略,“有保

有压”,以防止所谓的“处置风险的风险”,防范对经济和金融稳定性造成冲击。

在陈道富看来,当前许多被视作影子银行构成部分的业务,大多在一两会的监管视野之下,但只要是金融业务必然就会伴生风险。

而且,包括资管新规、理财新规、互联网金融风险整治等,都在逐步落地和规范过程中,一定会有一个风险释放的过程。他说,“所谓的规范影子银行,实际上就是引导其进入正规金融体系中,要么转成资产管理业务,要么转回银行表内。如此,‘影子’就不是‘影子’了,把正面打开,同时剔除不合规的部分。”

国家金融与发展实验室副主任殷剑峰表示,对于创新频繁的影子银行,宏观金融管理部门要适应其发展,改进措施和方法,建立新的宏观金融管理体系。第一,提高信息透明度,建立统一、及时、完整的信息采集和处理平台;

第二,货币政策应从原先主要依赖数量政策转向主要依靠价格政策;第三,微观金融监管应该转向宏观审慎管理;第四,鼓励市场中介服务机构的发展,以补充政府监管的不足;第五,